

公司研究

优嘉三期放量产销齐增，先正达入主协同效应将显

——扬农化工（600486.SH）2021年半年报点评

要点

事件：8月23日，公司发布2021年半年度报告。2021年上半年，公司实现营业收入66.82亿元，同比增长12.94%；实现归母净利润7.91亿元，同比下降4.28%；实现扣非后归母净利润7.70亿元，同比下降5.75%。其中2021Q2公司实现营业收入29.75亿元，同比增长7.80%，环比下降19.77%；实现归母净利润3.47亿元，同比下降8.81%，环比下降21.90%。

受原材料价格上涨影响，公司业绩同比小幅降低。受原材料价格上涨影响，叠加公司除草甘磷外部分产品价格小幅降低，2021H1公司归母净利润同比下降4.28%。原材料方面，2021H1公司主要原材料异丁醛、三氟三氯乙烷、甲醛分别同比上涨86.2%、28.4%、20.3%。针对原料价格快速上涨的问题，公司不断优化工艺路径，努力控制产品原料成本。产品价格方面，2021H1公司杀虫剂均价17.63万元/吨，同比下降2.47%；除草剂均价4.49万元/吨，同比下降3.66%。

优嘉三期放量，产品产销齐增。产品产能方面，优嘉三期项目于2020年下半年建成投产，菊酯类农药产能提高10825吨/年，在2021H1放量，为报告期内公司产品产销量增长提供了主要动力。2021H1杀虫剂产量1.16万吨，同比提升23.06%，销量1.14万吨，同比提升17.35%，产销齐增带动收入增长。除草剂方面，2021H1产量与去年同期基本持平，销量达30167吨，同比增长7.59%。

先正达正式入主协同效应将显，优嘉项目持续推进拓宽成长空间。7月13日公司发布公告，扬农集团、先正达集团已完成标的股份的过户登记手续，公司控股股东变更为先正达集团，持股36.17%。先正达是全球最大的农药公司、第三大种子企业，拥有全球领先的专利和非专利农药研发实力，以及先进的种业生物技术及育种技术。先正达入主后，公司将更好地获得研发支持和订单保障，在保持自有农药产业链完整配套的同时，充分享受农化产业协同带来的发展红利，利好公司长远发展。新增产能方面，公司优嘉四期项目已于2020年底获得环评、环评批复，2021H1公司把优嘉四期项目建设作为重点工作，持续推进。优嘉四期项目达产后，公司将新增8510吨/年杀虫剂、6000吨/年除草剂、6000吨/年杀菌剂和500吨/年增效剂等产能，为公司拓宽成长空间。

盈利预测、估值与评级：受原材料价格波动及主要产品价格下行影响，公司盈利能力小幅下降，但是公司优嘉三期放量助力产品产销齐增，整体业绩符合预期。我们维持公司2021-2023年的盈利预测，预计公司2021-2023年分别实现归母净利润15.60、18.26、21.11亿元，仍维持公司“买入”评级。

风险提示：农药及原材料价格波动，环保和安全生产风险，产能释放不及预期

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,701	9,831	10,889	12,280	13,599
营业收入增长率	64.47%	12.98%	10.77%	12.77%	10.74%
净利润(百万元)	1,170	1,210	1,560	1,826	2,111
净利润增长率	30.65%	3.41%	28.98%	17.01%	15.64%
EPS(元)	3.77	3.90	5.03	5.89	6.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.14%	20.34%	21.36%	21.27%	20.99%
P/E	33	32	25	21	18
P/B	7.7	6.5	5.3	4.5	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-23

买入（维持）

当前价：125.02元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.10
总市值(亿元)	387.44
一年最低/最高(元)	80.86/170.87
近3月换手率	60.32%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.11	1.11	-6.77
绝对	-5.09	-5.09	-5.09

资料来源：Wind

相关研报

2020年业绩逆势而上，资源纵横整合利好长远发展——扬农化工（600486.SH）2020年度报告点评（2021-03-31）

两化资产整合持续推进，公司受益于两化农化资产整合——扬农化工（600486.SH）2020年三季报暨扬农集团重大资产重组公告点评（2020-11-01）

业绩符合预期，持续看好公司中长期发展——扬农化工（600486.SH）2020年半年报点评

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,701	9,831	10,889	12,280	13,599
营业成本	6,194	7,244	7,631	8,537	9,429
折旧和摊销	377	390	561	680	777
税金及附加	23	29	28	32	35
销售费用	301	219	359	405	449
管理费用	507	505	610	688	762
研发费用	320	332	370	418	462
财务费用	20	179	71	52	23
投资收益	50	24	70	70	70
营业利润	1,399	1,434	1,859	2,173	2,511
利润总额	1,398	1,420	1,850	2,164	2,502
所得税	226	209	287	335	388
净利润	1,173	1,211	1,563	1,829	2,114
少数股东损益	3	1	3	3	3
归属母公司净利润	1,170	1,210	1,560	1,826	2,111
EPS(元)	3.77	3.90	5.03	5.89	6.81

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,370	1,378	1,766	4,326	2,984
净利润	1,170	1,210	1,560	1,826	2,111
折旧摊销	377	390	561	680	777
净营运资金增加	417	335	551	-1,492	188
其他	-594	-557	-906	3,312	-93
投资活动产生现金流	1,131	-1,178	-2,644	-1,505	-1,480
净资本支出	-779	-1,162	-2,649	-1,550	-1,550
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	1,910	-16	4	45	70
融资活动现金流	-1,957	-624	1,709	-2,432	-563
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,014	-337	1,982	-1,833	100
无息负债变化	957	701	-56	2,033	615
净现金流	547	-481	831	389	941

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	28.8%	26.3%	29.9%	30.5%	30.7%
EBITDA 率	20.3%	20.0%	22.5%	23.7%	24.0%
EBIT 率	15.9%	16.0%	17.4%	18.1%	18.3%
税前净利润率	16.1%	14.4%	17.0%	17.6%	18.4%
归母净利润率	13.4%	12.3%	14.3%	14.9%	15.5%
ROA	12.2%	11.1%	11.0%	11.7%	11.8%
ROE (摊薄)	23.1%	20.3%	21.4%	21.3%	21.0%
经营性 ROIC	18.7%	18.1%	15.6%	19.5%	19.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	48%	45%	48%	45%	44%
流动比率	1.38	1.55	1.28	1.38	1.47
速动比率	1.01	1.16	0.94	1.22	1.32
归母权益/有息债务	3.77	5.92	2.45	7.44	8.02
有形资产/有息债务	6.75	10.23	4.54	13.00	13.68

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	9,637	10,895	14,183	15,664	17,853
货币资金	2,331	1,891	2,722	3,112	4,052
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收帐款	1,335	1,333	1,470	2,100	2,325
应收票据	311	535	392	737	816
其他应收款 (合计)	39	41	0	25	27
存货	1,632	1,632	1,984	939	943
其他流动资产	274	343	555	763	895
流动资产合计	6,141	6,378	7,453	8,036	9,450
其他权益工具	40	44	44	44	44
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,120	3,607	4,854	5,376	5,841
在建工程	277	170	712	872	991
无形资产	440	505	544	583	621
商誉	0	16	16	16	16
其他非流动资产	422	51	209	209	209
非流动资产合计	3,496	4,517	6,730	7,629	8,404
总负债	4,580	4,943	6,869	7,069	7,784
短期借款	1,339	451	2,033	0	0
应付账款	1,326	1,510	1,602	2,988	3,300
应付票据	1,097	1,185	1,374	1,537	1,697
预收账款	252	26	305	614	680
其他流动负债	-37	-89	-57	-29	-3
流动负债合计	4,466	4,102	5,834	5,834	6,449
长期借款	3	553	853	1,053	1,153
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	73	174	174	174	174
非流动负债合计	114	841	1,035	1,235	1,335
股东权益	5,057	5,952	7,314	8,595	10,069
股本	310	310	310	310	310
公积金	1,055	961	961	961	961
未分配利润	3,572	4,574	5,933	7,211	8,683
归属母公司权益	5,054	5,948	7,306	8,585	10,056
少数股东权益	3	4	7	10	13

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.45%	2.22%	3.30%	3.30%	3.30%
管理费用率	5.83%	5.13%	5.60%	5.60%	5.60%
财务费用率	0.23%	1.82%	0.66%	0.42%	0.17%
研发费用率	3.68%	3.38%	3.40%	3.40%	3.40%
所得税率	16%	15%	16%	16%	16%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.65	0.65	1.77	2.07	2.39
每股经营现金流	4.42	4.45	5.70	13.96	9.63
每股净资产	16.31	19.19	23.58	27.70	32.45
每股销售收入	28.08	31.72	35.14	39.62	43.88

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	33	32	25	21	18
PB	7.7	6.5	5.3	4.5	3.9
EV/EBITDA	22.7	20.6	17.0	13.7	12.0
股息率	0.5%	0.5%	1.4%	1.7%	1.9%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 EverbrightSunHungKai(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

EverbrightSunHungKai(UK)CompanyLimited
64CannonStreet, London, UnitedKingdomEC4N6AE